



TITLE:

# 短期外資流入規制の模索

AUTHOR(S):

本山, 美彦

---

CITATION:

本山, 美彦. 短期外資流入規制の模索. 経済論叢 1999, 163(5-6): 1-32

ISSUE DATE:

1999-05

URL:

<https://doi.org/10.14989/45279>

RIGHT:

# 經濟論叢

第 163 卷 第 5・6 号

---

短期外資流入規制の模索……………	本 山 美 彦	1
値引販売慣行の改革方向（2）……………	塩 地 洋	33
発展途上国における会計基準の国際的調和化……………	境 宏 恵	55
「ファミコン」開発と ビデオ・ゲーム産業形成過程の総合的考察……………	藤 田 直 樹	69
新たなパートナーシップに向けての チャンネル管理システム改革……………	崔 容 熏	87
不確実性下の土地課税と 土地利用規制の経済効果……………	鄭 炳 潤	110
リーン生産システムと危機における 完成車メーカーの役割……………	李 在 鎬	130

---

平成11年 5・6 月

京 都 大 学 経 済 学 会

## 短期外資流入規制の模索

本 山 美 彦

### はじめに

1997年7月のタイ・バツ暴落から始まった通貨危機は、またたくまに、アジア全土に広がった。アジアが輸出する商品の交易条件は、この20年間で最低であった（Mead [1998], p. 24）。多くの国が、輸出品の交易条件の悪化で、必要な輸入量の確保に困難を覚えた。海外の投資家は、繁栄するアジアといった過去のイメージは払拭され、代わって、経済不況に苦しむアジアという新たなイメージが定着した。アジアに関する一種のゲシュタルト・シフトが生じたのである。The Morgan Stanley Capital International Index of Emerging Market によれば、1997年7月中旬から8月下旬にかけてのたった1か月の間に、アジアの株価は平均して33%も下落した<sup>1)</sup>。

1) アジアの経済パニックは、それまで誰も予想していなかった未曾有の広がりや深さをもたらした。それは、1930年代の恐慌を彷彿させるものであった。1997年12月韓国はデフォルト寸前にまで追い込まれた。1998年1月のアジア各国の株価水準は記録的な低さになった。翌2月、株価が一時的に急騰したものの（香港のハンセン指数は、史上2番目の1日14%もの急騰）、長続きせず、インドネシアの経済混乱でアジア各国の株価はさらに下落した（インドネシアのスハルト大統領は5月21日辞任）。日本経済も縮小の一途を辿り、6月12日には円対ドル・レートは8年ぶりに145円台に低落した。ムーディーズは日本の国債の格付けをそれまでの最高ランクから1段階引き下げた。円安の進行とともに、アジアの他の通貨価値はますます低くなった。新台湾ドルは11年ぶりの安さになった。香港のハンセン指数は1995年2月以来の最安値となったし、韓国の株価指数も1987年6月以来の安値をつけた。6月17日には、日米当局による20億ドル規模の円買いの協調介入が行われ、それによって、一時は1ドル＝138円台に円相場を戻したが、それも続かず、円は再び安値を更新し、147円台にまで下がった。1998年8月17日にはロシアがルーブルを切り下げ、政府は国内債の支払いを停止した。アジアのみならず、世界がロシアの決定に震撼した。資本逃避が激しくなった。

中国政府と香港当局は、香港の株価を維持すべく150億ドルもの公的資金を株式市場に投入した。マレーシアは9月1日に厳しい為替管理に踏み切った。そして、9月末の米国コネティク

アジア諸国では、輸出も減退したが、輸入がそれ以上に圧縮されたために、膨大な経常収支黒字が生み出されることになった。なかでも韓国とタイの経常収支黒字は GDP の10%にもなる巨大なものであった。もっとも通貨危機が深刻であったこの2か国とマレーシア、インドネシアでは、対前年比で輸入額が30から40%も縮小した。そして、経済不況、債務支払い停止、銀行破綻、近隣窮乏化が進行してしまった (Wade & Veneroso [Nov.-Dec. 1998b], pp. 15-16)。

アジア以外の地域は軒並み経常収支の赤字状態に投げ込まれた。ラテンアメリカは本格的な経済危機に直面した。1998年の6月から年末にかけてのラテンアメリカからの資金流出額は、アジア・太平洋地域からの流出額の3倍の規模になった (Fuerbringer [1998])。ヴェネズエラ、コロンビア、メキシコ、チリの通貨が切り下げられた。チリの経常収支赤字は GDP の5%規模となった。カナダも対ドルレートで過去最低水準になった。カナダは、それまで、OECDのメンバー国では、最高の経済成長をすると予測されていた国であった。米国の経常収支赤字は GDP の3%になった。つまり、アジアの強引な経常収支の黒字化が、他の地域に同額の赤字を出させたのである。

いずれは、こうした赤字国から資金が流出することになるはずである。しかも、米国は、自国の消費を自国の貯蓄で賄えない低貯蓄の国であり、その貯蓄率は OECD のメンバーの中で最低の水準にある。米国は、世界の資金に依存している。資金流出を止めるには金利を上昇させねばならないが、しかし、金利上昇は株価を押し下げる要因ともなり、かえって資金を流出させるであろう。

、カッター州に本拠を置くヘッジファンド、Long Term Capital Management の経営危機と FRB による救済計画の発覚とともに、危機がアジアの外にも広がったことが示された。FRB は1998年9月から12月にかけて利率を3度、計0.75%引き下げた。それでも、10月以降、アジア各国、とくに日本の景気浮揚政策が効を奏したかに見えた。円は年末にかけて対ドル・レートが113円台に急上昇した。10月、各国の株価は大きく改善した。通貨危機に見舞われたアジア各国の平均値で、株価は18%の上昇を10月に見せた。株価の回復とともに、各国通貨の為替レートも上昇した。1998年9月から1999年1月の間にインドネシア・ルピアは20%強、韓国ウォンが18%、フィリピン・ペソが15%、タイ・バーツが7%に上昇した。1999年に入ると、とくに、韓国とタイといった苦しい IMF の薬を飲んだ国の経済は回復基調に入った。アジアへの300億ドル支援という新宮沢構想といった追い風もあって、1999年1月以降のアジアは最悪期を脱したように思われる (ADB [1999], p. 24)。

それは、早晩、ヨーロッパにも波及しよう (Brenner [May/June, 1998], p. 141)。製造業が過剰生産の圧力で苦しんでいるのに、各国は軒並み、大幅な政府支出の削減と賃金カットに踏み切り、そのことによって一様に国内市場を狭くしてしまった。その反動で、多くの国が輸出に脱出口を求め、激しい競争を世界市場で展開せざるをえなくなった。結果的に経済危機が世界化し、しかも長期化した。

アジアの救済に乗り出した IMF は、救済対象地域の関連機関との折り合いをつけようとせず、救済プログラムを独占し、世銀やアジア開発銀行 (ADB) すら配下に置いてしまった。しかし、アジアを救済できなかった。1997年8月、日本が1000億ドル規模のアジア通貨基金設立を提案したとき (日、中、香港、台湾、シンガポールからの出資)、米財務省はそれが IMF の地位を脅かすとして、その提案をつぶしてしまった (Wade [Aug. 1998])。各国の出資による集計的な1000億ドルもの資金量を用いれば、少なくとも各国が個別的に250億ドルの少額で対峙するよりも、アジアは投機に有効に対抗できたはずである。

IMF は、アジア危機がアジア各国政府の誤った政策によって必然的に発現したものであるといった考え方を広めることに成功した。IMF の副専務理事 (deputy managing director) の Stanley Fischer は、繰り返し、アジア危機が同質の原因によって発現したものであると語った。そして、アジアの特質は Asian crony capitalism と呼ばれることになった。しかし、それにしても、マレーシアのマハティール首相が繰り返し発言しているように、1996年9月まではアジアの金融自由化のパフォーマンスの良さを称賛していた IMF から、アジアの病根云々という言葉が出されたのは奇妙なことであった。

IMF はアジアに対して、民間対外債務の政府保証、国内金利の引き上げ、財政の黒字化 (財政支出削減) による国内需要の縮小、金融制度の自由化、企業経営の透明性、労働市場の弾力化、等々の改革を要求した。それは、経済危機・通貨危機救済への対応としては不必要なほど厳しく徹底したものであった。当該国政府に対してこのような厳しい要求を出しながら、しかし、IMF の現

実の資金供給は渋りがちであった。

IMF が経済改革の必要性を云々したこと、外資は IMF の政策を受け入れた当該国から一斉に逃げた。IMF は、そうしなければ状況はもっと悪化したはずだと弁明したものの、それは空しく聞こえるだけであった。IMF は、危機に苦しむアジア各国に対して、緊急避難的な蘇生空間を与えるどころか、もっと苦しい水責めを押しつけ、政治的不安定さを生み出してしまった。

アジアにとって、IMF の政策に依拠したことによって醸し出された政治危機のショックは大きかった。アジアの政治指導者の多くが、しぶしぶ IMF に従っていたそれまでの姿勢を放擲し、市場経済への反発を強めるようになってしまった。そして、市場を開放していない中国が、通貨投機の嵐に際しても無傷であったことに彼らは注目した。まさに、ポランニーの言う二重の動き、つまり、市場化と市場抑制が交互に生じるといった市場経済の運動形態のうち、後者の動きが表面化したのである<sup>2)</sup>。

2) 現在の政治的逆流は「冷戦終結後世界が享受してきた自由市場正統へのもっとも深刻な挑戦」である (The Wall Street Journal [Sep. 4, 1998])。

「資本規制を導入するイデオロギー上の闘争が生じ、それは大きくなっている」(World Bank senior advisor on capital markets and Asian specialist, September 1, 1998)。

「中国とインドは国際的な資本移動を抑制することによってある程度現在の経済危機に巻き込まれることから免れている。このことは、自由な資本移動が経済成長と生活水準にとって危害を加えるものであると結論づける人を生み出している。しかし、私はそのような考え方は誤っていると思う」(Federal Reserve Chairman, Alan Greenspan, to US House of Representatives, September 16, 1998)。

「グローバルシステムから一定の退場が正しく、市場経済を確立することが誤っているといったイデオロギーを進展させてしまえば、その国は破局するだろう」(US Deputy Treasury Secretary Lawrence Summers, September 9, 1998)。

「IMF のスタンスは米財務省に余りにも強く影響されすぎている。そして、多くの経済小国が大量の資金流出で危機に瀕していることを放置してしまっている」(Former Federal Reserve Chairman, Paul Volker)。

「金融市場は過剰なものになっている。ブームとその反動の規模が一定の範囲を超えてしまえば、元のところには戻らないものである。それは、解体用鉄ボールのように、小さな経済の国を次々と破壊して回る」(George Soros, to US House of Representatives, September, 1997)。

マルクスが描いた自由企業が世界を覆うようになってしまった (Cassidy [1997])。

いずれも、Wade & Veneroso [1998a] の扉から引用。

## I マレーシアの資本流入規制

マレーシアは、アジアの中ではもっとも金融の自由化を進めていた国であった。しかし、1998年9月以降、もっとも外資規制の厳しい国の1つになった。同国金融特別担当相の Diari Zainuddin は、マレーシアの外資規制が中国モデルを踏襲したものであることを認めた (Reuters [Sep. 4, 1998])。為替管理が実施され、リング (Malaysian Ringgit) は、国際取引の場から退場した (McNulty [Sep. 4, 1998], Chote [Sep. 4, 1998])。マレーシアの資本規制の内容は以下の通りである。

1. リングの対ドル・レートを3.80リングに固定する。
2. 株式取引をクアラルンプール証券市場に限定する。これは、マレーシア以外の国でマレーシアの国内株式が売買されることを阻止する狙いがあった。
3. 外国人による国内株式売却は、株式取得後1年以内は禁止する。国内株式への短期的投機を防ぐためであった。
4. 外国人からリング建て資産 (現金や預金) を受け取り、国内に持ち帰ることを禁止する (許可があればそのかぎりにあらず)。
5. 居住者による旅行については、1000リングを超える国内紙幣を持ち帰ることを禁止する。旅行者 (ただし、居住者) による外貨の国内持ち込みはすべて禁止する。持ち出しについては1000リングを超えた国内通貨は禁止する。
6. 財とサービス輸入額の支払い以外は、居住者は1万リングを超える額を非居住者に送金してはならない (最初は10万リングが制限であった)。
7. どのような形であれ、居住者による海外投資、および、貿易に伴うもの以外の対外支払いについては、当局の認可を要する。
8. 輸出代金は必ず外貨で受け取らねばならない (以前はリング取引も許可されていた)。
9. 外貨勘定間の資金移動にも認可がいる (以前は自由であった)。外貨勘定から居住者のリング勘定に資金を移動させることについても、1998年9月30

日から認可が必要となった。外貨勘定に置ける資金は、マレーシアのリング建て資産の売却、外貨による給料支払い、外貨による利払い、外貨売り代金に限定される。

こうしたマレーシア当局による資本取引規制は、少なくとも、投機の抑圧と国内流動性の確保といった2つの効果をもったといえる。

まず第1に、投機を押さえ込めた。オフショアを禁止し、貿易でのリング取引を制限したことによって、リングの対外価値の大幅な乱高下が阻止され、投機の利益が少なくなった。それも、海外のリングは1998年10月1日以降の国内環流を禁止するといった措置によって、海外のリングが国内に戻ってきた。また、投機家がオフショアでリングを借りていたが、これもできなくなった。つまり、リングを借りての空売りができなくなった。

第2に、資本移動を制限する一方で、固定相場制を敷いたことによって、政府が国内金利引き下げなどの国内政策を展開できる余地ができた。実際、金利は為替相場に影響することなく、4-5%程度下げることができた。リングと外貨との交換を制限することによって、肝心の資金が高い金利を求めて海外流出してしまう可能性を阻止し、国内金利を安くして国内投資を増やすことができた<sup>3)</sup>。

3) マレーシアの状況は、依然として厳しいものの、マレーシアにはある楽観ムードが漂い始めた。貿易黒字は、1997年11月の1か月の7億リングから1998年11月には1か月65億リングにも急増した。国内信用の拡大も年率8%の目標値が設定され、消費も拡大し始めた (Teo [1999], p. 51)。

マレーシア首相 (Dato Seri Dr Mahathir Mohamad) は、(at the World Economic Forum in Davos, Switzerland on January 29, 1999) で次のように述べた。「マレーシアが選択的資本規制に踏み切ったとき、ほとんど世界中から非難の声が寄せられた。マレーシアは失敗するであろうし、せいぜいのところ、一時的な救済があるだけであろう。国際的なメディアは、例によって、マレーシア政府はこの措置によって、首相のクローニーと親族を救済するのでであろうと非難した。彼らは、民衆が決起して、政府を転覆させるであろうともいった。私は、ここにいるすべての人々をマレーシアに招待して、規制がマレーシアに害悪をもたらしているのか否かを確かめて欲しいとの思いである。反政府の人ではなく、平均的なマレーシア人に話しかけて見て下さい。人々が反乱を起こして政府を転覆させようとしているのか否かを確かめて下さい。100%外資所有の企業経営者に関して、どうなのかを確かめて下さい」(ibid., p. 51より引用)。

1998年1月から11月までの貿易黒字は515億リングであり、政府の予測300億リングをはるかに上回った。外貨準備も1998年12月には938億リングあり、4.7か月分の輸入を賄えるだけの金額であった。1997年12月には570.3億リング、4.4か月分の輸入額に相当する金額であった。



マレーシアのこの資本規制政策に呼応して、短資流入規制を強める国々も出てきた。

1998年9月、香港が国内株式市場の the Hang Seng 指数の低下を阻止すべく、140億ドルもの公的資金を投入し、さらに、投機的な株の空売りを禁止すべく、空売りができるのは、当該株の価格を引き上げるときのみであるという新ルールを設定した。株式売買成約後に現物を引き渡さねばならない期日を、従来よりも縮めて2日以内にした。

台湾も、1998年9月、株式市場の秩序を破壊するとして、台湾当局から台湾株売買取引を禁止されていたジョージ・ソロスを、代理人を使って株価引き下げの策謀をしたとして、名指しで非難 (*the Star* の報道) した。実際、ソロスは、地元の6つの会社を使って株式取引を継続していた。当局は、禁止令に背いて取引をした代理会社に対して、免許剥奪と2年間の懲役刑を科すとの通達を出した。

IMF に完全依存していたタイ政府から、マハティールへの一定の理解が示された (Chaovisilla [Sep. 9, 1998] この Chaovisilla は、歴代政権の経済アドバイザーを勤めた)。

日本は、米国経済になにかあれば、ただちにすべての責任が日本にあるかのように言い立てる米国への不快感を顕わにするようになり (Sanger [Sep. 6, 1998]), 榊原英資のように、公然とマハティール支持を表明する役人も出てきた (Tett [Sep. 11, 1998])。

中国は、日本が円の下落を放置し、真剣に買い支えないことを非難し、中

1998年第3・四半期の経済成長率はマイナス8.6%であり、第4四半期もマイナス7%から8%と落ち込みは鈍化するものの、依然として状況は厳しいものと予測されている。しかし、ゴールドマンサックスの予測によれば、1999年前半にはプラスの2%、後半には2.5%の成長率を実現しそうである。自動車販売台数も1998年2月の6872台から1998年10月には16628台になり、乗用車で9.7%、商業車で37.4%もの対前年比の上昇であった。1998年1月12176台、2月6872台、3月8918台、4月10262台、5月10798台、6月12270台、7月13797台、8月15382台、9月14607台、10月16628台であった (資料: Malaysia Auto Association) (*ibid.*, p. 52)。

1998年第3・四半期の製造業投資額は66億リンギと対前年同期の40億リンギより急増した (*ibid.*, p. 53, より引用)。

国も人民元を下げる意向であると脅した (Harding [Aug. 11, 1998])。実際、中国は、日本から円が海外に流出しないような厳重な資本管理を日本に要請する一方で (Reuters [Aug. 12, 1998])、8月、日本円を外貨準備の25%以下にすべく、円を売った。さらに、1400億ドルのポートフォリオのうち、数十億ドル相当の日本債券を売った。この措置によって、日本債券の比重は3分の1から4分の1に下げられた。

世界のメディアも、アジア諸国やロシアにおける金融自由化の見直し機運が次第に高まりつつあることを報じるようになった。たとえば、*The International Herald Tribune* [Aug. 31, 1998] は、ロシア人が市場経済に決定的に不信感を持ち始めたことを重視し、ソビエト崩壊後7年になった1998年、市場経済が大幅に後退することになると分析したし、*The Asian Wall Street Journal* [Sep. 2, 1998] は、そのフロントページで、IMFの失敗が明らかにになったいま、資本規制の動きがアジアでは強まるであろうと予測した。

## II UNCTADによる資本規制の支持

UNCTADの1998年の年次報告(9月刊)は、資本規制しかないといった結論の下に、短資の攪乱的な動きを抑制するいくつかの方策を提案した (UNCTAD [1998])。この大胆な報告は1998年9月16日にリリースされたが、7月にはすでに原稿は完成していた。つまり、原稿完成はマレーシアの規制(9月1日)よりも前だったので、マレーシアがUNCTADのアドバイスを受けた可能性が非常に高い。

資本規制とは、いうまでもなく、短期外資の攪乱的な動きから自国経済を遮断して、資金を国内の開発に重点的に使用することを目的としている。マレーシアが資本規制を実施する前にもいくつかの試みもあった。

1960年代、資本の移動が少し自由になったときには、ドイツ、オランダ、スイスが非居住者による国内資産取得を制限した。しかし、このとき規制対象になった短資移動の規模は、いまの途上国を苦しめている巨大な額の短資移動に

比べれば、非常に小さいものであった。

チリも1990年代はじめ、短資流入を抑え、特定のタイプの資金を流出させるために、外国からの借入には20%の準備保有が義務づけられた（後に30%）。つまり、借入の一定額を無利子で中央銀行に預ける義務を敷いた。

同じくブラジルも、1994年半ば、短資流入を抑制すべく、外国で発行された債券を購入する会社への課税を強化した。外国人による国内株式の取得にも禁止的な高い税が課された。また、国内の固定収入が保証されている資産取得をした外国人への課税も引き上げられた。

じつは、マレーシアは1994年1月に、一時的ではあれ、短資流入規制を行ったことがある。銀行に対して、貿易と直接投資に関係しない対外借入について上限が設定されたのである。居住者は短期資産を非居住者に売却することが禁止された。外国銀行の預金は無利子で中央銀行に預けられなければならなかった。国内銀行は、先物・スワップなどの取引を外国銀行とすることが禁じられた。しかし、これらの規制は1995年以降、撤廃された。

1994-1995年に膨大な短資流入に直面したチェコ共和国も、銀行による為替取引に0.25%の課税をした。さらに、銀行による対外借入に当局の認可を必要とし、それに上限を設けた。

上記のようないくつかの資本規制の事例の功罪を比較検討した後、UNCTAD は、資本規制の強化を強く訴えている（UNCTAD [1998], pp. 103-105）。容易に対外借入ができる体制を改めるべきであること、金融機関の資産・負債と借入コストとのバランスを図ること、外資導入への課税、準備率、中央銀行への強制預金、等々である。さらに、UNCTAD は、金融市場のオンショアとオフショアとの分離の必要性を訴えた（*ibid.*, p. 103）。たとえば、タイで1992年に設立されたオフショア市場の the Bangkok International Banking Facility (BIBF) は、実際には、外資の受け皿としての機能だけが突出し、ここから国内資金に転用され、それがバブルをあおったという負の効果しか示さなかった。BIBF の資金の95%が国内貸付に回された。オフショアとオン

ショアとの境界がなくなっていたのである。これに対して、シンガポールは国内通貨のシンガポール・ドルの国際使用を禁止し、オフショアの the Asian Currency Units が国内市場に入る込むことを禁じている。1996年、シンガポールのオフショアの負債の63%は海外からのものであり、資産の42%は海外の銀行に貸し出された。

資本規制と並んで負債支払いの猶予を UNCTAD は訴えている。金融市場を再建するために、IMF は、金利政策等々による国内金融市場の信頼回復、十分な外貨準備、最後の貸し手に頼る、といった処方箋を出しているが、UNCTAD はそれらは実行不可能であると切り捨てている。それは、国内企業倒産を増加させるだけであるし、外国の貸し手が借換えに応じることはない。豊富な外貨準備といっても、借入による準備維持は大変なコストがかかる。最後の貸し手もいまのところ IMF 的救済があるのみであり、途上国には無理である、というのが UNCTAD が IMF 的処方箋を否定した論拠である (*ibid.*, p. 85)。その上で、UNCTAD は、為替規制を援用した支払い猶予を提案した。支払い停止、返済計画の見直し、蘇生方法の提供、等々が必要なのであって、支払いを強制してはならないというのである。

UNCTAD は、さらに、企業に対する会社更生法のような国家破産手続きの必要性を主張している (*ibid.*, p. 89)。これは、the US Bankruptcy Code 9, Chap. 11 を踏襲したものである。裁判所が債務者を救済するために、支払い停止を認めれば、債権者は債権の強制取り立てをしない。債権者と債務者との間で、支払い計画の再検討が行われ、債務者には、裁判所の判断で運転資金の確保が許される。その上で資産・負債の見直しが行われる。この Code 9 は自治体をも対象にしたもので、実際に、オレンジ州はこのコードを適用した。じつは、IMF 規約の中にもすでに、第6条, section 3 と第8条, section 2 (b) がある。ここでは、支払い困難な国の一時的な支払猶予と為替管理が認められている。しかし、この条項は廃止されようとしている。

現在は、国際的な更正法などがいないために、債権者は債務者の事情など考え

ずに、直ちに資金を引き揚げてしまう。国際経済体制では、先進国の企業の国内での救済計画の恩恵に似たものはまったくなく、外資が債権を激しく取り立てれば、突然、経済が破綻する。なんらかの保護措置が施されなければ、必ず途上国は流動性危機に陥る。もし、米国の code 9、第11条タイプの国際的な破産手続きができれば、支払い困難に陥った途上国は、裁判所に訴えて和議申請を行い、債権者からの取り立てを避け、運転資金を供与され、債務返済計画の見直しが行われ、経済再建をはたした上で、債務返済を行えるようになる。流動性危機が本格的な経済危機にまで発達しないことが肝要であると UNCTAD はいう (*ibid.*, p. 91)。これがないと、いまのように、危機に陥った国から債権者は、他の債権者に遅れを取れば、債券の回収ができなくなることを恐れて、われ先に逃げ出そうとする。1998年2月のロシアのパニックがそうであった。経済の急速な悪化に直面したロシア政府が、対外債務支払いはもとより、国内の国債の支払いも停止した。さらに、ルーブルを変動させ、ルーブルの対外価値の際限なき下落にまかせた。国内の国債の多くは外国人によってもたれていたため、この一方的な措置によって、外国の債権者は大きな損失を被った。ロシアから外資が猛烈な勢いで流出し、ロシア経済が破綻した。外資も Long Term Capital Management のような巨大なヘッジファンドが倒産寸前にまで行った。債権者に一方的に蹂躪される途上国も、一方的にモラトリアムをされてしまう外国の債権者も、ともに極端に苦しむのが現状である<sup>4)</sup>。国

4) マハティールが1997年9月に世銀・IMFの香港総会の席上、通貨投機抑制の必要性を訴えたとき、帰ってきた答えは嘲笑であった。老人ボケだとさえいわれた。それから1年、マハティールを見る世界の日は大きく変わった。マハティールはすでに1984年にそのことを訴えている。このときは、日本のすさまじい進出に警鐘を鳴らしたものであった。しかし、このときにはなにも生じなかった。1998年11月の APEC サミットの後、マハティールは記者会見で通貨売買は抑制される必要があり、G22 でその具体策を検討すべきことの合意がサミットでは得られたと発言した。サミット開会演説で、マハティールは、「投機業者たちは、アジアの政府の透明性が欠けるといっているが、彼ら自身、けっして透明ではない。何十億、何兆ドルもの通貨投機がありながら、誰がそれを動かしているのか、どのように動かしているのか、どこで、誰と組んで動かしているのかがさっぱり不明である。たとえば、LTCM が失敗したときに初めて誰がどれだけの規模で通貨を動かしていたのかが分かるだけである。……ショックだったのは、資本金が40億ドルしかないファンドが1000億ドル、つまり資本金の25倍もの借入をしていたことである。銀行は慎重な行動をとるものだと思われている。しかし、これが慎重な行動であろうか」、「銀行のノ

際的にはその中間が必要になるのは確かである。

### III 為政者の好意的反応

IMF 内部でも不協和音が聞こえるようになってきた。専務理事 (Managing Director) の Camdessus と副専務理事 (First Deputy Managing Director) の Fischer は当然にも資本規制に反対しているが、the Head of the IMF's Asia-Pacific Department の Hubert Neiss は、ソウルで資本規制に同情を示す発言

「こうした思惑を欠く行動を止める機関はなにもないのに、ヘッジファンドが危機に陥ったときには、豊かな国の政府は救済に乗り出す。しかし、救済資金は零細な人々の資金の流用である。ところが、この同じ政府が国民の企業を国民の資金を使って救済することを非難するのである。あまりにも自分勝手なことである。」(Fun [1999], pp. 19-20より引用)。

マハティールはビル・ゲイツと通貨投機家たちとを対比させて面白い比喩を出している。

「我々は法のルールに従えと教えられているのに、金融と貿易については、規制をはずしてマーケットに従えとまったく反対のことを教えられる。どちらが正しいのか。ビル・ゲイツは金融力を用いて自己のビジネスを大きくしたのに、米国政府は競争相手に対してビル・ゲイツが公正ではないと非難する。しかし、ビル・ゲイツと通貨取引業者との間にどれほどの違いがあるのか。マイクロソフトは市場力を利用したとして有罪であるとされる。しかし、(同じく市場力を利用する) 通貨取引業者たちは有罪とはされない。通貨取引においては、ヘッジファンドは国際金融市場におけるビル・ゲイツではないのか。彼らは途上国のひ弱な中央銀行に戦いを挑む。各ファンドが結合すれば、中央銀行はそれに抗することはできないし、借入をしている銀行にも逆らえない。ビル・ゲイツが市場を買い占めていることが不公正、不適切、違法だというのなら、ファンドの活動もまた不公正であると見なされるべきではないのか。ビル・ゲイツの競争相手が保護されなければならないのなら、ヘッジファンドの犠牲者たちもまたそうされなければならないのではないのか」(1998年の APEC サミットでのマハティールの開会演説, Fun [1999], p. 20より引用)。

「通貨取引業者はターゲットになった国になにももたらさない。巨額の利益を得るのが通貨取引業者の権利といえども、何百万人の人々の生活と富を奪ってよいのかは誰も主張できないだろう。国民にも誤りがあることは認めよう。しかし、通貨取引業者の策謀がなければ、これほどの恐ろしい惨状は生じなかったであろう。投機業者は、当該国が誤った政策をしているがゆえに攻撃したのではない。それは、単なる口実である。それが投機にチャンスを与えるからである。実際、ラテンアメリカの例を見ても、IMF の構造改革計画を受け入れても、人々の生活は貧しくなるばかりである。貿易が人々に利益をもたらすのは確かである。貿易額が20倍になれば、人々はそれだけ豊かになるだろう。しかし、ヘッジファンドや銀行に投資している人の数は非常に少ない。世界の人口は60億人いて、投機業者は数千人規模でしかない。彼らは投機によって巨額の利益を得ているのであるが、もともと、当期の利益なしでも彼らは豊かなのである。逆に何千万という貧しい労働者が通貨投機の犠牲になって職を失ってしまう (ibid., p. 21)。

「日本の貿易黒字といった世界経済のインバランスを是正するために、G7 は川を切り上げさせた。しかし、このことによって、アジアの負債は2.5倍になったのである。マレーシアは人国のこうした政策に振り回されたくない」(ibid., p. 22)。

をした。

「昨年のように、アジア各国が相次いで息の根を止められた伝染病から逃れるためには、資本規制の採用が妥当だろう。……これによって、銀行が外国人から短期負債を積み上げることが難しくなる。その意味でマレーシアの実験を IMF は注目している。資本規制方法がこれによって整備されるであろう。マレーシアの実験が短期的にも長期的にも成功するか否かが注視されなければならない」(Tarrant, Bill [Sep. 14, 1998])。

これは、IMF がアジア危機に一定の責任を感じていることの証拠である。ただし、最大のスポンサーである米国議会の反発させないことをなおも最大の政策目標に置いている IMF は、この程度の発言をすることが精一杯のところであろう。

フランス政府も資本規制擁護論に傾いている。資本主義の最大の敵は資本主義自体であるというマルクスをもじった発言で有名になった Lionel Jospin 首相は、通貨危機が示すものは、資本主義が依然として不安定である、経済は政治に従うのであるから、政治的な資本規制が必要であると主張した (Bloomberg [Sep. 1998])。フランス蔵相 Dominique Straus-Kahn も同様である。ヨーロッパが資本規制に同調するのは、ヨーロッパの内部事情もある。とくに、南ヨーロッパの銀行がかなりラテンアメリカに貸し込んでいて、資本規制によって現地を救済しなければならない事情もある。丁度、米国の銀行がロシア問題で震撼し、規制を当局に呼びかけたことと同じである。それに、1999 年 1 月に誕生したユーロに対して、投機が生じることをもっとも恐れているために、フランスなどは資本規制方法を模索しているのである。

東アジアと東南アジアは、世界の貯蓄の半分以上もある最高の貯蓄王国である。東アジアの 1995 年の貯蓄率は GDP 比で 38% あった。南アジアは 20%、ラテンアメリカは 19%、先進国は 21% にすぎなかった (World Bank [1997], table 13, p. 239)。そもそも、アジアがバブルに陥ったのは、あり余る国内資金の有効な利用方法が見つからなかったからに他ならない。為替管理を撤廃す

ることのリスクは、中国やインドのように為替管理を強めていた国と緩めた国との差で表現されている<sup>5)</sup>。

1920年代と30年代のホットマネーの被害を復活させないために、戦後のブレトンウッズが組織された経緯は無視されてはならないだろう。しかし、1970年代末、まず、米国、英国、スイスが資本移動の自由化に踏み切り、1984年西ドイツが続いて、ブレトンウッズはホットマネーの全面開花を再度許すことになった。そして、アジア危機が発生するまでは、IMF、OECD、WTO、等々が、資本の自由化をIMFへの加入条件にすべく、IMF第1条を改訂しようとした。もともと、第1条では、IMFの目的が抽象的に述べられているのにすぎないのに、それを、資本の秩序だった自由化がIMFの主要な目的のうちの1つであるという文面に変えようというのである。IMFの権限を規定した第8条も、加盟国の経常勘定だけでなく、資本勘定についてもIMFが口を出せるように、改訂の対象になっている。WTOは、1997年12月に世界的な金融サービスの自由化に合意した。OECDも、投資における内国民待遇、新規分野における内外差別の禁止を目的とする多角的投資協定(the Multilateral Agreement on Investment—MAI)の交渉に入った。この協定は、直接投資のみに限定されるのではなく、証券投資にも適用される。

IMF、WTO、OECD、それぞれによる資本の自由化キャンペーンは互いに結びついている。米国議会と米国財務省が許せば、IMFはWTOの金融サービス、OECDの多角的投資協定における合意に基づき、横断的な条件設定を行う力を付与される。1998年3月、IMFへの資金供与に関する上院法案が議会を通過した。下院案も9月半ばに議会を通過した。ただし、これには、米国財務省が、金融自由化に関するG7の合意を得なければならないという条件が

5) そもそも、アジアの当該国の外貨準備は7000億ドルあり、GDPで世界の4分の1、貯蓄では半分を占める。これら諸国が一致して投機に立ち向かえば、十分に戦えるはずである。相場もドルにリンクするのではなく、円をも含めたバスケットに結びつけるべきである。そして、チリタイプの資本流入規制を行うべきであると主張したのが、Wade & Venerosoであった(Wade & Veneroso [1998a], pp. 35-38)。



ついている。その意味するものは、金融の自由化をさぼる国から、IMF と債権国は資金を引き揚げるといものである。

#### IV ADB（アジア開発銀行）による理路の整理

ADB によれば、経済的ファンダメンタルズと経済政策の悪さがアジア経済危機の原因であるとする説と、投資家の累積的な弱気による金融パニックが原因であるとする説が、対立する代表的な見方である（ADB [Apr. 19, 1999], pp. 24-25）。

ファンダメンタルズ説は、アジアの低インフレーション、良好な財政バランス、少ない公的債務、高い国内貯蓄率と投資率といったアジアのプラス指標を認めつつも、経常収支赤字の急速な増人や、政府に密着して保護された銀行システムが、無謀な借入に走る風潮を生み、貧弱なコーポレート・ガバナンス（企業統治、企業を監督する仕組み）によって、不良債権が積み上げられ、銀行倒産に追い込まれていること、つまり、厳格さを欠く経済運営がアジアの経済危機を生み出したと主張する。

パニック説は、投資家が累積的に弱気になり（self-fulfilling pessimism）、一斉にアジアから逃げ出したことから経済悪化が生じたとする考え方である。多くの投資家がパニックに襲われ、われがちに銀行からの資金引き揚げに走るとき、金融の媒介者である銀行は、損失を出しても長期資産を取り崩して、顧客の資金引き揚げに対処しなければならなくなる。これは、古典的な銀行取り付けの形に他ならない。1 国の中だけでこのような状況が生まれれば、その国の中央銀行が十分な流動性を市場に供給して、取り付けの沈静化を図るという緊急政策の採用が可能であるが、国際的な中央銀行のない、国際金融の部面においては、膨大な資金引き揚げが生じている国に、必要な流動性を十分に供給することができない。とくに、固定相場制を採り、流出する資金に見合う外貨準備がない下では、投資家の資金の海外への一斉引き揚げを阻止できるメカニズムは存在していない。実際、外資流出による被害の大きかった国は例外なく、

短期債務が外貨準備を上回っていた。危機発生前の1997年第2・四半期、韓国では外貨準備が340億ドルに対して短期債務が701億ドルあったし、インドネシアも203億ドルに対して短期債務は346億ドルあった。これに対して、被害が比較的小さかった台湾では外貨準備900億ドルに対して、短期債務は219億ドルしかなかったし、マレーシアもまた、外貨準備266億ドル、短期債務163億ドルであった (ADB, *ibid.*, p. 26)。膨大な外貨建て債務が、しかも、短期で存在するとき、投資家たちはパニックに襲われ易いというのがこの説の立場である。この場合、ファンダメンタルズはあまり参考にならないとされる。

アジアで生じたことを振り返れば、ファンダメンタルズ説よりも、パニック説の方が説明しやすい。しかし、だからといってファンダメンタルズ説のすべてを否定することができないとの立場を ADB は取っている (*ibid.*, p. 26)。アジアの高度成長は、輸出指向型、中央主導型を表の部分とし、民間プロジェクトへの政府保証、銀行と企業との一体性、等々を裏の部分とすることで、押し進められてきた。そして、政府、銀行、民間企業間の緊密な結びつきが、銀行借入に大きく依存する企業体質を生み出した。実際、危機に見舞われた国の企業の自己資金のレパレッジド効果は非常に高かった。たとえば、1996年の、韓国とタイの企業の債務は自己資本の2倍以上あった。韓国は3.5倍、タイは2.3倍であった。日本でも、2.2倍であった (*ibid.*, p. 23)。債務・自己資本比率の低い香港 (1.5)、インドネシア (1.8)、フィリピン (1.3) といった数値ですら、平均的には1.0である欧米やラテンアメリカの水準に比較してはるかに低かったのである。しかも、金融機関に対する合理的な指導・監督の経験が浅く、銀行の規制は非常に弱かった。自己資本比率は小さいままで放置され、預金保険機構も整備されていなかった。融資対象になるプロジェクトの選定基準も曖昧であった。贈収賄の横行が金融システムを見かけよりも弱いものにしていった。

1980年代のほとんどのアジア諸国の金融システムは、国外の金融に対して閉ざされたものであった。外貨借入は制限され、資本流入もまた規制されていた。

金融システムのこうした外部からの遮断が、結果的には外生的ショックに対して一定の歯止めにもなっていた。ところが、こうした閉鎖性のメリットは、1990年代に入ってなくなる。国内外での金融の自由化が事態を一変させたのである。たとえば、タイでは、規制のほとんどない悪名高い金融会社が雨後の筍のごとく輩出して、外国からの借人を急増させた。

アジアの多くの国は対ドル固定相場制を採用していた。そのために、ドル建てで借り入れても、為替リスクはまったくなかった。国際的な投資家から見ても、利率の低い先進国に比べて、収益力の高いアジアの金融市場は魅力であった。1990年代半ばまでは、アジア各国は自信に満ち溢れていた。マレーシアとタイは、1991年から1996年にかけて、外国借入を2倍に増やしたし、韓国でも3分の1ほど増やした。ファンダメンタリストたちは、こうした楽観的態度は誤った政府保証のせいであり、幻想でしかなかったことが通貨危機で露呈したと受け取り、パニック説では、この楽観的態度はアジア経済の好調さからくる合理的なものであり、当然のものであったのに、外国の投資家のパニックがすべてを破壊したと受け取っている。

それでも、通貨危機に見舞われた諸国の、外国からの借人には、共通の型があった。第1に、長期のプロジェクトへのファイナンスを、外国からの短期借入資金で行っていた。しかも、短期外資に依存する度合いを各国ともに著しく強めていた。とくに、韓国、マレーシア、タイでそれは目立った。これが資金のミスマッチの危険性を非常に大きくしていた。第2に、各国の銀行は、借り入れたこれらの短期外資を国内通貨に転換して国内企業に貸し出したが、固定相場制の持続を前提にしてしまって、為替相場制に移行するリスクに備えてのヘッジを取っていなかった。これが国内通貨建て資産と外国通貨建て負債との間のミスマッチをさらに大きくしていた。第3に、容易な借人が、融資先を不健全な、バブル的なものにまで拡大させてしまった。

加えて、1995年以降から、局面がドル高に一変した。その結果、ドルにペグしていた東南アジア各国の通貨は円や元に対して割高のものになってしまった。

中国は相対的な元安によって輸出を急増させ、日本経済の減速がアジア各国の輸出の頭を抑えた。これが各国の経常収支を悪化させた。たとえば、1996年韓国の巨大企業30社のうち、じつに20社が赤字であり、7社が倒産した。にもかかわらず、各国政府は、順調な外資流入の継続を画して、実際には、1996年時点で危険水域に達していた国内金融機関の信用状況を隠し、その健全性を対外的に喧伝していた。たとえば、タイの Finance One などがそうであった。タイ政府は倒産したこのファイナンス会社への継続融資の安全性を繰り返し強調した (*Financial Times* [Jan. 12, 1998])。

そのためもあってか、1997年前半では、アジア各国への資金流入の絶対規模はそれほど縮小しなかった。しかし、実際には、流入する資金は、急速に短期化し、瞬時に逃げ出せる体制が形成されていた。そして、危機が現実化するや否や、外資は競って国外に脱出した。インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5か国で1996年には760億ドルの純流入があった。ところが、1997年には360億ドルの純流出となった。つまり、その流動幅は1120億ドルというまさに天文学的な巨額の数値になったのである。これはこれら5か国のGDP 合計の12%に相当する。商業銀行は当該諸国に1996年で630億ドルを貸し込んだが、1997年には260億ドルを引き揚げた。資金の流入から流出に転じたこのスピードの速さと規模の大きさが、アジア通貨危機の最大の特徴であり、パニック原因説を裏付ける基本的な現象であった。しかし、ADB は、この点を熟知しつつも、こうした状況を生み出したものは、これら地域の構造的脆弱性にあると論じている (ADB, *op. cit.*, p. 28)。

ADB は、アカデミックな経済学の文献では、通貨危機の原因論には第1世代と第2世代とがあるという。第1世代は、外生的政策モデルとでもいうべき理論を展開した。それは、首尾一貫しない政府の政策がその国に通貨危機を生み出すというものである。たとえば、大規模な財政赤字を続けつつ、固定相場制を維持しようとするれば、その国は通貨危機に見舞われる。財政赤字を金融するために通貨当局が通貨増発を行う。しかし、通貨増発による価値低下を危惧

する民間部門が、増発された国内通貨の多くを外貨に換える。その結果、通貨当局が保有する外貨準備が減少する。そして、固定相場制の維持が困難になる。国内通貨の対外価値下落を予想する人々が競って外貨をもとうとする。これは、国内預金口座から外国通貨建て預金口座への移し替えであり、資本逃避である。これに経済のファンダメンタルズの悪化が加われば、通貨危機がそのまま経済危機に直結する。

これに対して、第2世代論は内生的政策モデルというものである。マクロ経済政策が、その他の政策と矛盾なく整合するときですら、通貨危機は生じうるという考え方がそれである。財政・金融政策が整合的であっても、たとえば、政府が固定相場維持に断固たる決意を表明しなければ、固定相場制を崩壊させる投機が生じうるといのである。固定相場制を維持することは困難であるという危惧を投機筋があらゆるメディアを動員して市場に広めようとする。固定相場維持困難の理由はいろいろなところに転がっている。景気過熱を囁して経常収支の赤字化の怖れを訴えてもよい。米国通貨当局が当該国の政治・経済外交に不快感を表明するのではないかと観測気球を挙げてもよい。政府高官のスキャンダルとそれに癒着する金融機関の乱脈経営を暴露してもよい。要するに固定相場制の見直しがあるのではないかと観測を市場が小さな程度であれ、もつようになれば、投機は半ば成功する。市場の噂に抗して、政府に固定相場制を強力に維持する決意がないと市場が判断すれば、債券保有者は通貨価値の下落を予想して、金利引き上げを要求する。労組は賃金引き上げ圧力を強める。こうして、当該経済の国際競争力の低下が予想されるようになると、市場参加者の行動が複合して、現実固定相場維持のコストを高めてしまう。つまり、固定相場制がなくなるだろうとの市場の判断が生み出す自己保身的行動が、固定相場制の放棄を現実化させるのである。これが、「自己充足の期待」(self-fulfilling expectations) と呼ばれるものである (ADB, *ibid.*, p. 28)。

アジア通貨危機に関するファンダメンタリストは、どちらかというと上記の第1世代論に属する。危機に陥った銀行を擁護すべく、公的資金を注ぎ込み、

これが通貨増発となって財政を圧迫し、それが固定相場制を崩壊に導くというシナリオはまさに第1世代論のものであった。パニック論は、第2世代論につながる。市場の信頼の度合いが経済の安定さと不安定さを決定するというのは、まさに第2世代論のものだからである。

1997年、IMFはまず350億ドルの援助を用意し、これに世銀、ADB、2国間援助が770億ドル分の供与を約束した。1998年、インドネシアに対してIMFは63億ドルの追加融資を行った。しかし、タイ、インドネシア、韓国に向けてのIMFの処方箋は、厳しいコンディショナリティを要求したものであった。IMFは、まず、緊縮的な財政・金融政策を要求した。高金利政策によって為替相場下落を防ぎ、資本流出を阻止しようとしたのである。経常収支を改善するためにも、国内需要を抑制しなければならないとの判断の下に、国内需要の大きな項目の財政を削減するというものであった。危機に瀕した金融機関を救済すべく、一定の公的資金の注人しなければならないが、それが国内通貨の増発につながらないようにするためにも、財政はより抑制的に運営されなければならないとIMFは判断した<sup>6)</sup>。

加えて、IMFは、経済の構造改革を要求した。国内の金融システムを合理化し、独占体制を破壊し、貿易障壁を除去し、企業の透明性を高めるというものであった。しかし、これは、過去のIMFの処方箋から大きく逸脱したものであった。過去のIMFもコンディショナリティの要求を出していたが、しか

6) 財政均衡の問題にしても、アジアの経済危機は、ラテンアメリカと異なっており、政府の財政赤字を原因とするものではなかった。赤字の規模がそれほど大きくはなかったからである。にもかかわらず、IMFは厳しい財政政策の採用を要求した。その理由は2つあった。膨大な資本逃避を前にして、とにもかくにも経常収支赤字を解消しなければならなかった。そこで、国内需要を抑制すべく、需要の大きな項目である財政の緊縮が必要となったのである。第2は金融機関を救済するために必要な資金はGDPの20から30%にも達するとの試算をIMFは行っていた。このコストを賄うためにも財政赤字からの支出が必要になったのである。これに対して、批判者たちは、財政赤字によって、金融機関を救済するというのは長期的な目標であって、悪化の一途を辿る経済を緊急に救済するという日目の対応のためには、ある程度の財政赤字は必要悪であるとの主張を行った。こうした点について、ADBはIMFは事態の悪化に対応して、財政政策の弾力的な運用を認めるという柔軟な路線を取ったのが事実であり、初期の厳しい政策をあげつらってIMFを批判するのは酷であるとIMFを擁護している(ADB, *op. cit.*, p. 32)。むしろ、国際金融市場からの遮断の方が、国内流動性不足を起こすのではないのかとADBは説明している。

し、それはマクロ経済政策に限定されるものであり、構造内容そのものにまでは踏み込んだことはなかった。アジアの通貨危機時には、IMF は、もっと深くアジア経済の構造に立ち入り、アジアの金融危機の長期的解決には構造改革しかないと主張するようになった。

当然にも、IMF のこの処方箋には激しい攻撃が加えられることになった。IMF の処方箋は、状況を救うどころか悪化させただけであるとの厳しい批判が出されている。しかし、ADB は、この批判の当否を正確に判断することはできない、つまり、別の処方箋ではどのようなになったのかが具体的には不明であり、確定することは困難であるという。実際には、IMF 自身が事態の深刻化に対応して、初期の厳しさを引っ込めてきた。たとえば、インドネシアでは、IMF の初期の要求では、1997年度中に財政黒字を出すことが条件とされていたが、これは、あまりにも事態が急迫してきたために緩められ、赤字幅を縮小すればよいという程度のもので変えられた。タイや韓国でも似たようなことが行われた。この変化は、IMF 自身が初期の政策の非を認めたことの結果なのか、ただ、事態の推移に柔軟に対応しただけのことなのかを判断することは困難であると、ADB は述べている。

厳しい金融政策の採用について、ADB はどちらかというと IMF に同情的である。IMF 批判者たちは、高金利政策が多く企業の資金繰りを悪化させ、企業倒産に導き、それが銀行に波及し、銀行の支払い停止を生み出す、金融システムが揺らぎ、資本逃避が生じる、為替レートも下がる、経済悪化の悪循環がこうして生じるという。こうした状況下では、もっとルーズな金融政策こそが必要ではないのかというのが IMF 批判者たちの主張である。高金利ではなく、低金利によって企業投資を活性化させ、投資家の信頼を取り戻すことが必要である、これが negative spiral でなく、virtuous circle を生み出す、日本が採用したのはそれであると、IMF 批判者たちはいう。

IMF の反論は、低金利が為替レート安を導き、それが対外債務の支払い負担を大きくさせ、事態を vicious downward spiral に追いやる、日本がルーズ

な金融政策で事態を乗り切る戦略を採用しているというが、日本は多くのアジア諸国と異なって債権国である。債務国のアジア諸国では、対外債務支払いの負担を無視することはできないと反論している。IMF 批判者たちは、だからこそ、対外債務支払いの一時停止と厳しい為替管理の導入が必要であるのに、資金のより自由化を要求する IMF の処方箋は間違っているという。実際、マレーシア以外に、国際資本市場で閉め出されることになるこうした強硬措置を取った国はない。ADB は、IMF とその批判者たちの論点を対象させただけで、その当否の判断は行っていないがそれでも、IMF 側により同調的である感は否めない。

ADB は、実際には言われているほどの高金利政策が採用されたわけではないという。韓国は1997年12月に金利の上限を設けたし、インドネシアでもルピアの下落時に1997年9月に金利を引き下げた。インフレを加味した実質金利は、インドネシアでは1998年半ばまではマイナスであった。IMF の援助を断ったマレーシアでは、通貨が40%も下がったにもかかわらず、1997年12月まで金利を上げなかった。ただし、IMF は、基本的には厳しい金融政策の採用を依然として推奨しており、厳しい金融政策を採れなかったために生じた為替レートの崩壊、インフレの爆発、企業倒産の激増による社会崩壊といったインドネシアの事例と、一定の厳しい政策を採った韓国とタイの回復例を対比させ、厳しい金融政策の妥当性を主張した。そして、ADB は、厳しい金融政策のコストは多くの論者が批判するほどには大きいものではない、為替レートが回復すれば、金利は下がると主張したIMF に一定の理解を示している (IMF [1999]) (ADB, *op. cit.*, p. 31)。

経営危機に陥った金融機関を吸収・合併・整理という形で金融危機に早期に決着をつけることこそが投資家の信頼を得る必要な措置であるというのが、IMF の立場であった。タイでは、IMF のこの意向を受けて、1997年7月と8月で58社ものファイナンス会社が整理された。韓国では1997年12月までに14行の投資銀行 (merchant banks) が整理された。インドネシアでは1997年11月



に16行の銀行倒産があった。IMF 批判者たちは、こうした早期の金融機関の整理が社会にパニックを引き起こし、経営状態の良い金融機関までも危機に追いやったという。実際、韓国のみが預金保険制度をもち、他の3国にはなかったし、インドネシアでは、政府が預金を保証すると宣言したが、人々がそれを信用しなかったことから取り付けパニックが生じた。インドネシアの倒産した16行の銀行は、全預金の3%のシェアをもっていた。預金者は、これで民間銀行から政府系銀行へと預金をシフトさせた。IMF 批判者たちはこれを非難するが、IMF 側は、インドネシア政府の無策が事態を悪化させたのであって、金融機関閉鎖のせいではないとした。韓国とタイで、金融機関を閉鎖しても、パニックが起きなかったことを IMF はその証左にしている。ただし、韓国やタイで整理された金融機関は一種の投資銀行であって、民間の個人預金を預かったものではなかった点にインドネシアと韓国・タイとの違いがあった (ADB, *ibid.*, p. 33)。

そもそも、IMF は主権国家に対してあまりにもその権利を侵害するような介入を行いすぎであるというのが IMF 批判者たちの共通意識である。しかし、IMF の言い分は、アジアの基本的な弱点が金融システムを含む経済の構造的なものにあるので、救済を受ける国の構造改革がなされないかぎり、救済は成功するものではないとの立場であった。これに対して、ADB は、IMF は強圧的であったかも知れないが、IMF の主張する構造改革プログラムは必要であったと擁護する (ADB, *ibid.*, p. 33)。

ドイツ銀行の試算によれば、インドネシアでは債権の60%が不良債権化し、中国、韓国、マレーシア、タイでも30%は超えているという。この膨大な不良債権が解消しないかぎり、アジアの金融システムは完全に崩壊してしまうというのがドイツ銀行の分析である。この不良債権を処理した上で、BIS 基準の自己資本比率8%を達成するには、GDP の20から30%もの費用が必要となるという (World Bank [1998b])。

世銀の試算 (World Bank [1998a]) では、経済危機に見舞われたアジア諸国の株価は半減した。企業の3分の1は債務超過状態にあった。つまり、アジ

ア危機を克服するには、まず金融面で企業が健康を取り戻すことが大切である。そのためには、生き残らせる金融機関と潰してしまう金融機関を選別し、内外の債務の返済計画の見直し、債権者、債務者、納税者間での負担の分担の合意、吸収・合併を通じる企業再建、等々が危機克服の最優先順位であると世銀は指摘し、金融再建計画における4つの原則を強調した。第1は、生き残りうる金融機関のみを救済すること。第2は、納税者の負担を最小限に抑えながら、当事者が損失を分担できる体制を造ること。そのさい、株主がもっとも多く損失を負担する。その次が債権者、預金者は最後である。第3に、貸付は継続させる。第4に、再建は早期に実現させなければならない、等々である。そのためにも、慎重な規制・監督、情報開示、標準的な会計基準、債権の分類、準備制度の強化、等々の措置の必要性を世銀は訴え、ADBも全面的にこれに同調している (ADB, *op. cit.*, pp. 34-35)。こうした再建計画を遂行すべく、インドネシアでは、the Indonesian Bank Restructuring Authority を、タイでは、the Thai Financial Sector Restructuring Authority を設立して、公的資金による資本注入が行われた。

## V 国際金融システムの再構築

国際金融システム再構築の議論が出されたのは、近年では1995年 G7 の the Halifax Summit によってである。メキシコの金融危機を経験して、為政者たちは、統合された国際金融という新しい条件下でのルール作成の必要性を感じ始めていた。現行のブレトンウッズ機構は、資本の国際的な移動が制限されているときのもので、その後、金融がグローバルなものになった条件下での明確なルールはまだ作成されていない。IMF 規約第6条、セクション3では、各国は資本移動を制限できるという項目がある。1997年の IMF の Interim Committee (暫定委員会) は、この項目を修正して、より資本の自由化を進めやすいようにしようと主張した (ADB, *ibid.*, p. 36, box 1.5)<sup>7)</sup>。

7) 現在の G7 については1976年のサミットでメンバーの確定があった。現在、このメンバーノ

1999年5月に米財務長官になった元財務副長官の Lawrence Summers は、「統合のトリレンマ」という表現を多用している。この説によれば、つい最近までは国際政治経済では、統合、公共政策、国家主権といった3つの目標をどう折り合いをつけるかに腐心していた。しかし、この3つはなかなか折り合いをつけるのが難しかった。これは、為替管理の困難さにもっとも集約されている。これは、開放経済のトリレンマと呼ばれるモデルの翻訳である (Obstfeld & Taylor [1998])。調整の独自性—(ブレトンウッズ)—通貨価値の安定・信用—(金本位制, カレンシーボード, 通貨統合)—資本移動の自由化・流動性の確保—(変動相場制)—調整の独自性, といったトリレンマがそれである。「調整」とは、各国が自己の事情に応じた調整を指向する。経済が下降すれば、金利を下げるというものである。「信用」とは、投機に対抗して為替相場の水準を維持することである。この信用が保持されれば、貿易と投資は促進される。「流動性」とは国際的な資金調達能力のことである。しかし、この3つのうち、どの2つも同時に遂行することはできない。たとえば、安定した為替レートと流動性の確保を同時に満たすには、国際資本市場に自由にアクセスしなければならない。しかし、自由な資本移動は、往々にして固定相場制を崩壊させる。そこで、変動相場制によって調整しようとするれば、信用である固定相場制と矛盾する。流動性と調整の問題にしても、調整をするということは資本流出入規制をすることである。調整と信用との調整はブレトンウッズの課題であった。つ

ゝがもっとも大きな影響力を国際金融の世界で発揮しているが、その前には1962年に設立された G10 があった (実際にはスイスが後に加わって11か国になったが名称の変更はなかった)。これは、BIS と大いに関係していたこともあって、メンバー国11か国のうち、ヨーロッパ勢が8か国を占めていた。1998年4月、米国が G7 に新興国15か国を加えた G22 を設立した。これは、国際金融危機への対処、金融システムの強化、透明性の確保, といった3つの分科会をもっている。ヨーロッパの小国からの要請もあって、いまでは、G22 は G26 になっている。G7 のメンバーは、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国である。G10 はこの G7 に加えてベルギー、オランダ、スウェーデン、スイスの4か国を加えたものである。G22 は、G7 に15の新興国を加えたものである。15か国とは、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、PRC、香港 (中国への復帰以前のもの)、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、ポーランド、ロシア、シンガポール、南アフリカ、タイである。G26 は G22 にベルギー、オランダ、スウェーデン、スイス、つまり、G7 ではないが、G10 のメンバー国4か国を加えたものである。

まり、資本移動を規制することによって、固定相場制を守ろうとしたのである。1960年代以降、自由な資本移動が一般的になるや否や、各国は調整の独自性と固定相場制の維持を同時に達成することが困難になった。1970年代、先進工業国は固定相場制を放棄した。調整の独自性を優先したのである。ドル、円、マルクの変動相場制がそれであるが、近年、ユーロが誕生し、調整の独自性を放棄するようになった。

途上国では、これまで長い間、資本移動が制限されていた。しかし、1990年代から資本移動の自由が加速し、それとともに、途上国の多くが固定相場制と調整の独自性の維持に困難を覚えるようになった。こうしてかなりの数の途上国が変動相場制に移行した。1976年には、途上国の76%が固定相場制であったが、1996年には固定相場制を維持する国は45%に減っていた。通貨投機は固定相場制をもつ国の通貨に向かった。アジア、メキシコ、ブラジル、ロシアが血祭りに上げられた。これらは、オープンエコノミーのトリレンマの犠牲である (ADB, *op. cit.*, p. 38)。

まず、資本移動規制が問題になる。これを主張する論者は、自由な資本移動がなくとも自由貿易の利益は享受できるので、攪乱的な資本の自由移動に依存すべきではないとの見解をもつ。しかも、自由な資本移動は、そのことによるプラス面よりも、金融システムを不安定にさせるデメリットの方が大きく、経験的にも自由な資本移動によるメリットを検証することはできないと資本移動規制派はいう。しかし、ADBは、*Outlook*の第3部で、資本移動規制をしたまま自由貿易を目指した国の輸入業者が、輸入の過大申告によって、資本を国内から海外に移すなり、その他、あらゆる手段を使って法の網の目をくぐり抜けてきたといった過去の事例を挙げて、貿易と資本移動とを切り離すことは困難であるとの認識をもち、資本移動規制に対する懐疑を表明した。ただし、ADBは、すべての資本移動の自由化が善であるとはいえないと主張することによって、途上国やG7で応酬されている資本流出入規制論に明確に対決するということは慎重に避けている (ADB, *ibid.*, p. 39)。

アジアの経験は、もし、市場改革が伴わなければ、資本移動の自由化はむしろ金融の不安定さをもたすことを示したものであると ADB はいう。ここに見られるように、ADB の立場は、市場改革なき資本の自由化の危険性を訴えるものである。つまり、いきなり資本の規制に向かうのではなく、現在の資本の自由化のスピードを遅くして、ゆっくりと自由化すべきであるというのが ADB の姿勢である。効果的な監視機構、金融媒介機関の規制を伴わずに、やみくもに外資に接近することは、国内金融機構を弱くさせると ADB はいう。

ADB は、チリの経験を説明している。1998年までは、外貨借入をしたチリの企業は、借入金の30%を中央銀行に1年間無利子で預けなければならなかった。長期借入は、国債に匹敵する格付けをもつ企業のみが許された。国内企業の外貨預金にも制限が課せられた。国内企業への外貨融資については、ハイリスクとしての資本必要額が決められた (ADB, *ibid.*, p. 39)。こうした説明を行った後に、ADB は、資本規制をすることによって、為替相場を維持しつつ国内金利を下げるのが可能であり、改革を行う自由度と時間的余裕が為政者に与えられるとして資本規制を擁護するような姿勢を見せるが、しかし、市場のマイナスの反応、改革機運を殺ぐといったことを理由に挙げて、一時的でなく恒久的な規制だと腐敗が生じ、その意味において、資本規制は推奨されるべきではないと、ここでも ADB は、姿勢を曖昧にして資本規制の積極的賛成派ではないことを明らかにした (ADB, *ibid.*, p. 40)。

アジアが、金融機構における監督なり規制が不十分であったことを ADB は繰り返し協調する。G22 の1998年の報告にもあるように、途上国では、リスク管理が不十分であり、預金保険機構の未整備、資産・負債のミスマッチ、等々が一般的である<sup>8)</sup>。BIS 規制をリスク管理にまで拡大し、IMF の監視機構なり、ADB が設立した Regional Economic Monitoring Unit などが地域的な

8) G22 は、1998年に3つの作業部会を作り、それぞれが報告書を出した。『国際金融危機作業部会報告』(G22 [1998a])、『金融システム強化作業部会』(G22 [1998b])、『透明性自己責任作業部会』(G22 [1998c])。

監視機構として機能するようにすべきであると ADB はいう。BIS によるリスク評価があるといっても、それは長期の貸付に偏り、短期貸付についてはリスク評価の基準がほとんどない。したがって、貸し手は、途上国にはさまざまなリスク評価のある煩わしい長期資金ではなく、リスク評価基準のない短期資金を、ついつい安直に貸し付けようとしてきた。その意味において、BIS のリスク評価を短期をも含めてもっと厳密にすべきであるというのである。

WTO に匹敵する金融的な国際機関設立を求める案についても、ADB は同調しない。各国の主権を制限することは困難なので、金融に関する超国家機関が成立することはありえない、むしろ、現行の G7 の Financial Stability Forum という為政者、通貨当局、民間銀行からなる会議を有効に利用する方がよいと ADB は述べる。つまり、ADB はあくまでも世界全体が飲み易い薬に採用の勧告に限定しようとしている。

国際的な最後の貸し手を作る案についても、この機関が、民間の銀行が行っているように、生き残らせる金融機関と潰す金融機関とを区別しなければならないので、民間ではなく、公的な機関、しかも、国家主権を超えた機関でそのようなことができるだろうかと ADB は疑問を挟む (ADB, *ibid.*, p. 43)。

流動性の危機か支払い危機かといった議論もあるが、そもそも、両者を区別することは可能だろうか。流動性に問題があるのなら、最後の貸し手は惜しみなく貸し込まなければならない。支払い危機なら構造改革を要求しなければならない。しかし、両者を区分することは困難である。モラルハザードの問題もある。1 国内なら、国家権力によって整理・統合ができるが、国際機関でそのようなことができるわけではない。貸付資金の問題もある。1 国内なら通貨を増やすことができるが、通貨創造力のない国際機関が融資するには自ずと限界がある。自己管理できる国にのみ、IMF への接近を許すという案もあるが (Dornbusch [1998])、しかし、これは形容矛盾であろう。そのような国は IMF を必要としないし、IMF を必要とする国は、そもそも、自己管理力の弱い国であるからであると ADB はいう。

ADB は、有力外国銀行による途上国債務のリスケジュール・システムを積極的に推奨している。アルゼンチンがその事例を提供している。アルゼンチンは、外国銀行との間で67億ドルの国内証券の現先契約をした。危機発生時に、国内証券を外国銀行に売って外貨を得るが、危機が去ったときには、売った国内証券を外貨で買い戻すという取り決めがそれである。これは、民間銀行による救済措置として注目されるべきものであると ADB はいう (ADB, *op. cit.*, p. 44)。

また、G22 は、IMF に対して「支払い延滞基金」(arrears) への資金供出を要請した。すでに、1980年代から IMF は商業銀行への支払いを滞らせていた国向けに債権者の外国銀行団によって設立された延滞基金への融資をしていた。これを商業銀行だけでなく、証券の保有者への支払い延滞をした国にも適用できるようにしようというのである。こうして、IMF の介在の下で、債権者と債務者との交渉を円滑にさせることができる。

金融危機のときに国外に逃げた投資家に高いペナルティを課すというラディカルな案もある (Buiter & Siebert [1998]) が、しかし、これは、結果的に借入国のコストを大きくしてしまうだけのことになるとして、ADB はその提案を拒否する (ADB, *op. cit.*, p. 45)。

すでに、本稿で紹介した UNCTAD による国際的な破産手続きの明確化に対しても、ADB は否定的である。これは国家主権を侵すし、複雑な手続きに国際的な合意が簡単に得られるはずはなく、非現実的であるというのがその理由である (ADB, *ibid.*, p. 45)。

おわりに——ADB による落としどころ、もっともありうべき修正

ADB の提案は、わずかの改革ですみ、実現可能性が高いものという大前提を置いている。それは、金融政策の国際的な最低の標準化、資本勘定の慎重にして合理的な監督、為替レート・システムの円滑な機能の試み、IMF による誘導、債務返済計画のより合理的な見直し、民間部門のクレジットラインの

設定の6点である。

「こうしたささやかな提案は、新しいブレトンウッズを作ることでもなければ、巨大な新しい官僚機構を設立し、膨大な公的資金の投入を求めるものでもない。それでも、これらによって、金融危機のリスクは軽減されうる。もし危機が発生しても、厳しさを緩和できる。このことのみが、工業国も途上国もともに利益を得るような金融統合を、妨害するのではなく、促進させるのである」(ADB, *ibid.*, p. 46)。

1999年度の APEC 蔵相会議（マレーシアで開催）が、1999年5月16日に閉幕した。共同声明では、短期資金移動規制は盛り込まれなかった。短期資金の急激な移動を招き、アジア通貨危機の引き金となったヘッジファンド自体の規制については、ヘッジファンドの情報開示の必要性には触れられたが、具体化は進まなかった。為替変動リスクの軽減を目指す通貨バスケット制への言及もなかった。債券市場の育成と新宮沢構想の財政支援を歓迎するという内容のみが声明に盛り込まれたにすぎなかった。それは、ADB の落としどころそのままであった。

#### 参考文献

- ADB [1999] *Asian Development Outlook 1999*, April 19, 1999.
- (The) *Asian Wall Street Journal* [1998] "Acceptance of Capital Curbs is Spreading," September 2, 1998.
- Bloomberg [1998] "Flawed Capitalism Requires Regulation, State Role, Jospin Says", Paris, September 1998.
- Brenner, Robert [1998] "The Economics of Global Bargain Basement," *New Left Review*, 229, May/June 1998.
- Buiter, W. G. & Siebert, A. [1998] *Undrop or You Drop: A Small Contribution to the New International Financial Architecture*, Unpublished manuscript, Department of Economics, Yale University.
- Cassidy, John [1997] "The Next Great Thinker: the Return of Karl Marx," *The New Yorker*, 20-27, October 1997.
- Chaovisilla, Chet [1998] "Mahathir and the Ringgit: Should Thailand Follow



- Shut?," *The Bangkok Post*, September 9, 1998.
- Chote, Robert [1998] "A Backlash Begins," *The Financial Times*, September 4, 1998.
- Dornbusch, R. [1998] *After Asia: New Directions for the International Financial System*, unpublished manuscript, MIT.
- (*The Financial Times* [1998] January 12, 1998.
- Fuerbringer, Jpnathan [1998] "The Emerging Markets: Uncovering Few True Deals in a Global Bargain Basement," *The New York Times*, September 6, 1998.
- Fun, Chew Lee [1999] "A Clarion Call Missed," *New Voice of Asia*, Malaysia, First Quarter 1999.
- G22 [1998a] *Report of the Working Group on International Financial Crises*, IMF.
- G22 [1998b] *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, IMF.
- G22 [1998c] *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, IMF.
- Harding, James [1998] "China Cuts Yen Holdings to Under 25% of Reserves," *The Financial Times*, August 11, 1998.
- IMF [1999] *The IMF's Response to the Asian Crisis*.
- (*The International Herald Tribune* [1998] August 31, 1998.
- McNulty, Sheila [1998] "Kuala Lumpur Curbs Offshore Share Trading," *The Financial Times*, September 1, 1998.
- Mead, Gary [1998] "Commodity Price Index at 21-Year Low," *The Financial Times*, August 28, 1998.
- Obstfeld, Maurice & Taylor, Alan M. [1998] "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run," in Bord, Michael D., Goldin, Claudia D. & White, Eugene N. eds., *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press.
- Reuters [1998] "Malaysia's Forex Curbs to Depend on World Economy," Kuala Lumpur, September 4, 1998.
- Reuters, Beijing [1998] August 12, 1998.
- Sanger, David [1998] "US and Japanese Confer but Differ on Economic Cures," *The New York Times*, September 6, 1998.
- Tarrant, Bill [1998] "IMF Sees Short-Term Capital Controls in Asia," Reuters, Seoul, September 14, 1998.

- Teo, Jacqueline (a member of the National Economic Action Council, Communications team) [1999] "Right Track To Recovery," *New Voice of Asia*, Vol. 1, Issue 2, Malaysia, First Quarter 1999.
- Tett, Gillan & Nakamura, Michiyo [1998] "Downturn in Japan ' Set to Continue," *The Financial Times*, September 11, 1998.
- UNCTAD [1998] *Trade and Development Report 1998*, Annual Report.
- Wade, Robert [1998] "The Asian Debt-and Development Crisis," *World Development*, August 1998.
- Wade, Robert & Veneroso, Frank [1998a] "The Gathering World Slump and the Battle over Capital Controls," *New Left Review*, 231, September/October 1998.
- Wade, Robert & Veneroso, Frank [1998b] "The Gathering Support for Capital Controls," *Challenge*, vol. 41, No. 6, November-December 1998.
- (*The Wall Street Journal*) [1998] September 4, 1998.
- World Bank [1997] *World Development Report 1997*.
- World Bank [1998a] *East Asia, The Road to Recovery*.
- World Bank [1998b] *Global Economic Prospect 1998/99*.